

## 金属新材料Ⅲ

杨国萍

执业证书编号: S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

**6-12 个月目标价:** 15.00-18.00 元

当前股价: 12.23 元

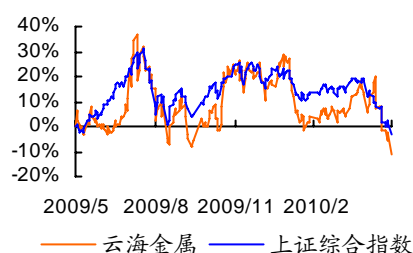
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2559.93 |
| 总股本(百万)   | 192     |
| 流通股本(百万)  | 102     |
| 流通市值(亿)   | 13      |
| EPS (TTM) | 0.13    |
| 每股净资产(元)  | 4.59    |
| 资产负债率     | 56.4%   |

## 股价表现

| (%)    | 1M     | 3M   | 6M     |
|--------|--------|------|--------|
| 云海金属   | -21.13 | 0.00 | -27.73 |
| 上证综合指数 | -18.22 | 0.00 | -22.02 |



## 相关报告

|                             |            |
|-----------------------------|------------|
| 云海金属-朝阳的镁合金行业中的全球龙头企业       | 2007-12-28 |
| 云海金属-短期业绩有压力 长期增长有保障        | 2009-5-25  |
| 云海金属-经营状况明显好转, 未来业绩恢复性增长    | 2009-10-30 |
| 云海金属-09 年业绩低于预期不改公司未来高速发展趋势 | 2010-2-26  |
| 云海金属-行业即将进入高速增长期, 公司发展潜力巨大  | 2009-11-10 |

## 云海金属

002182

推荐

## 镁合金、铝合金两大业务并驾齐驱

云海金属今日公告, 公司拟投资 4855 万元建设 5 万吨再生铝合金项目, 投资回收期 3.49 年。项目建成后, 公司铝合金产能将达到 12 万吨, 我们认为, 公司提升铝合金产能有利于公司整体业务更平衡、健康的发展。

### 投资要点:

- 公司扩大铝合金产能在我们预期之内, 并将提升公司的盈利能力。公司此前 7 万吨铝合金产品运转很成熟, 并且具有很强的盈利能力, 公司此次扩大铝合金产能有利于提升公司整体盈利能力以及有利于公司整体更平衡、健康发展。
- 公司镁合金业务进入上游资源扩张、下游产能扩张以及产业链完善重要时期。公司安徽省巢湖市青苔山白云石进一步增强公司上有资源控制能力, 满足巢湖 10 万吨镁合金项目原料的稳定供应。同时公司下游镁合金产能也在持续扩张, 公司五台项目逐步走向成熟, 预计 10 年可以达产; 巢湖 10 万吨镁合金项目预计 2010 年底形成 5 万吨产能, 2011 年底形成 10 万吨产能, 届时, 公司镁合金产能达到 23.5 万吨, 其中 15 万吨为具有从白云石-镁合金一体化产业链的产能, 公司产能扩张的同时优化产业链, 大大提升盈利能力。
- 我们依然认为, 朝阳的镁合金行业随着环保节能的大力推广、镁加工技术的突破以及没有明显资源约束瓶颈为镁合金下游应用及替代其他金属打开巨大的空间。公司主要产品镁合金主要应用于汽车、3C 产品, 新型节能环保汽车的应用首先要求降低车身重量, 这也是镁合金近年在汽车上的用量逐步增加的最主要的原因, 我们认为, 随着节能环保的要求更趋苛刻, 汽车镁合金用量未来 5 年有望保持 20% 以上的增速。
- 镁价有望继续回升。镁价目前刚刚脱离成本水平, 随着下游传统需求的恢复和新的应用空间的打开, 我们认为, 镁价继续回升的可能性很大。
- 维持推荐的投资评级。假设 2010 年完成增发, 发行量 3000 万股, 价格 12.90 元/股。由于铝合金产能扩产及产量增加在我们预期之内, 我们维持 10-12 年全面摊薄 EPS0.57 元、1.17 元和 1.81 元, 维持推荐的投资评级, 未来 6-12 个月目标价 15.00-18.00 元。

### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 1498   | 3183  | 4154  | 5249  |
| 同比(%)         | -35%   | 113%  | 30%   | 26%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 5      | 127   | 258   | 401   |
| 同比(%)         | -88%   | 2414% | 103%  | 55%   |
| 毛利率(%)        | 11.7%  | 14.6% | 17.5% | 19.5% |
| ROE(%)        | 0.6%   | 12.5% | 20.2% | 23.9% |
| 每股收益(元)       | 0.02   | 0.57  | 1.17  | 1.81  |
| P/E           | 611.50 | 21.46 | 10.45 | 6.76  |
| P/B           | 3.14   | 2.68  | 2.14  | 1.63  |
| EV/EBITDA     | 34.70  | 10.41 | 6.07  | 4.34  |

资料来源: 中投证券研究所

表 1 云海金属镁合金产能和产量预测 (万吨)

|   | 2009 年 |      | 2010E |      | 2011E |       | 2012E |       |
|---|--------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
|   | 产能     | 产量   | 产能    | 产量   | 产能    | 产量    | 产能    | 产量    |
| 合 | 13.50  | 6.00 | 13.50 | 9.50 | 19.50 | 13.00 | 24.50 | 18.00 |

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 云海金属铝合金产能产量预测 (万吨)

|     | 2009 年 |    | 2010E |    | 2011E |    | 2012E |    |
|-----|--------|----|-------|----|-------|----|-------|----|
|     | 产能     | 产量 | 产能    | 产量 | 产能    | 产量 | 产能    | 产量 |
| 铝合金 | 7.50   | 6  | 7.50  | 8  | 12    | 10 | 12    | 12 |

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 云海金属中间合金产能产量预测 (万吨)

|     | 2009 年 |      | 2010E |      | 2011E |      | 2012E |      |
|-----|--------|------|-------|------|-------|------|-------|------|
|     | 产能     | 产量   | 产能    | 产量   | 产能    | 产量   | 产能    | 产量   |
| 中间合 | 1.00   | 0.80 | 1.00  | 1.00 | 1.00  | 1.00 | 1.00  | 1.00 |

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4 云海金属其他产品产能产量情况

|            | 2009 年 |      | 2010E |      | 2011E |      | 2011E |      |
|------------|--------|------|-------|------|-------|------|-------|------|
|            | 产能     | 产量   | 产能    | 产量   | 产能    | 产量   | 产能    | 产量   |
| 金属锆产能 (万吨) | 0.30   | 0.13 | 0.30  | 0.15 | 0.30  | 0.20 | 0.30  | 0.30 |
| 镁合金压铸件 (万  | 0.50   | 0.30 | 0.50  | 0.50 | 0.50  | 0.50 | 0.50  | 0.50 |
| 硅铁 (吨)     | 1.60   | -    | 1.6   | 1.6  | 4.60  | 3.00 | 4.60  | 4.60 |

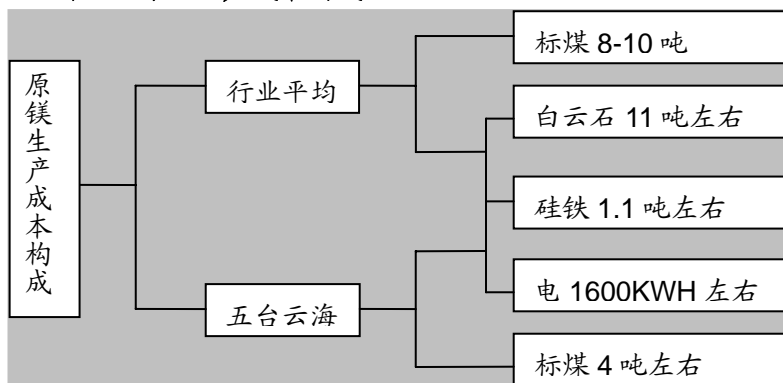
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5 主要产品价格及毛利预测

|                 | 2009 年 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 镁格(含税, 元/吨)     | 15500  | 17500 | 18000 | 18500 |
| 加工镁合金吨毛利 (元)    | 1800   | 2300  | 2500  | 2500  |
| 五台/巢湖镁合金吨毛利 (元) | 2300   | 6500  | 7000  | 7000  |

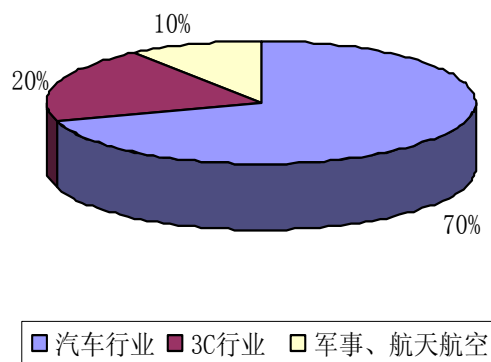
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 1 原镁生产成本构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 目前镁合金的应用领域分布情况如图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 长江现货市场镁价走势图



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表              |             |             |             |             |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度             | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        |
| <b>流动资产</b>    | 1000        | 1829         | 2351         | 3000         | <b>营业收入</b>      | 1498        | 3183        | 4154        | 5249        |
| 现金             | 185         | 442          | 531          | 686          | 营业成本             | 1322        | 2718        | 3426        | 4226        |
| 应收账款           | 227         | 407          | 527          | 690          | 营业税金及附加          | 41          | 64          | 91          | 136         |
| 其它应收款          | 6           | 0            | 0            | 0            | 营业费用             | 38          | 95          | 125         | 157         |
| 预付账款           | 99          | 204          | 256          | 316          | 管理费用             | 71          | 118         | 150         | 189         |
| 存货             | 421         | 680          | 901          | 1132         | 财务费用             | 28          | 33          | 49          | 55          |
| 其他             | 62          | 96           | 136          | 175          | 资产减值损失           | 11          | 0           | 0           | 0           |
| <b>非流动资产</b>   | 1018        | 1264         | 1469         | 1549         | 公允价值变动收益         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 长期投资           | 6           | 6            | 6            | 6            | 投资净收益            | 1           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 917         | 1057         | 1226         | 1333         | <b>营业利润</b>      | -11         | 154         | 313         | 486         |
| 无形资产           | 75          | 75           | 75           | 75           | 营业外收入            | 24          | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 21          | 126          | 162          | 136          | 营业外支出            | 2           | 0           | 0           | 0           |
| <b>资产总计</b>    | 2019        | 3092         | 3820         | 4549         | <b>利润总额</b>      | 11          | 154         | 313         | 486         |
| <b>流动负债</b>    | 990         | 1924         | 2435         | 2766         | 所得税              | 6           | 28          | 56          | 87          |
| 短期借款           | 570         | 1245         | 1566         | 1655         | <b>净利润</b>       | 5           | 127         | 257         | 398         |
| 应付账款           | 188         | 286          | 379          | 482          | 少数股东损益           | -0          | -1          | -2          | -2          |
| 其他             | 232         | 393          | 490          | 629          | <b>归属于母公司净利润</b> | 5           | 127         | 258         | 401         |
| <b>非流动负债</b>   | 148         | 140          | 100          | 100          | EBITDA           | 79          | 257         | 448         | 642         |
| 长期借款           | 100         | 100          | 100          | 100          | EPS (元)          | 0.03        | 0.57        | 1.17        | 1.81        |
| 其他             | 48          | 40           | -0           | -0           | <b>主要财务比率</b>    |             |             |             |             |
| <b>负债合计</b>    | 1138        | 2065         | 2535         | 2866         | <b>会计年度</b>      | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> |
| 少数股东权益         | 10          | 9            | 8            | 5            | <b>成长能力</b>      |             |             |             |             |
| 股本             | 192         | 222          | 222          | 222          | 营业收入             | -34.6       | 112.5       | 30.5        | 26.4        |
| 资本公积           | 542         | 542          | 542          | 542          | 营业利润             | -134.       | 1322.       | 102.8       | 55.2        |
| 留存收益           | 136         | 254          | 513          | 913          | 净利润              | -87.8       | 2414.       | 102.8       | 55.2        |
| 归属母公司股东权益      | 871         | 1019         | 1277         | 1678         | <b>获利能力</b>      |             |             |             |             |
| <b>负债和股东权益</b> | 2019        | 3092         | 3820         | 4549         | 毛利率              | 11.7        | 14.6        | 17.5        | 19.5        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率              | 1.82%       | 0.3%        | 4.0%        | 6.2%        |
| 单位: 百          |             |              |              |              | ROE              | 0.6%        | 12.5        | 20.2        | 23.9        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC             | 0.5%        | 7.9%        | 12.4        | 16.2        |
| <b>经营活动现金流</b> | 80          | -105         | 117          | 301          | <b>偿债能力</b>      |             |             |             |             |
| 净利润            | 5           | 127          | 257          | 398          | 资产负债率            | 56.4        | 66.8        | 66.4        | 63.0        |
| 折旧摊销           | 63          | 69           | 85           | 101          | 净负债比率            | 58.87       | 65.15       | 65.72       | 61.23       |
| 财务费用           | 28          | 33           | 49           | 55           | 流动比率             | 1.01        | 0.95        | 0.97        | 1.08        |
| 投资损失           | -1          | 0            | 0            | 0            | 速动比率             | 0.58        | 0.59        | 0.59        | 0.67        |
| 营运资金变动         | -20         | -332         | -257         | -265         | <b>营运能力</b>      |             |             |             |             |
| 其它             | 6           | -2           | -17          | 12           | 总资产周转率           | 0.79        | 1.25        | 1.20        | 1.25        |
| <b>投资活动现金流</b> | -134        | -300         | -300         | -180         | 应收账款周转率          | 7           | 9           | 8           | 8           |
| 资本支出           | 138         | 300          | 300          | 180          | 应付账款周转率          | 8.40        | 11.48       | 10.30       | 9.81        |
| 长期投资           | 0           | 0            | -0           | -0           | <b>每股指标 (元)</b>  |             |             |             |             |
| 其他             | 4           | 0            | 0            | 0            | 每股收益             | 0.02        | 0.57        | 1.17        | 1.81        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 48          | 662          | 272          | 34           | 每股经营现金流          | 0.36        | -0.47       | 0.53        | 1.36        |
| 短期借款           | 88          | 675          | 321          | 89           | 每股净资产            | 3.92        | 4.59        | 5.75        | 7.56        |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>      |             |             |             |             |
| 普通股增加          | 0           | 30           | 0            | 0            | P/E              | 611.5       | 21.46       | 10.45       | 6.76        |
| 资本公积增加         | 0           | 0            | 0            | 0            | P/B              | 3.14        | 2.68        | 2.14        | 1.63        |
| 其他             | -40         | -43          | -49          | -55          | EV/EBITDA        | 34.70       | 10.41       | 6.07        | 4.34        |
| <b>现金净增加额</b>  | -6          | 257          | 89           | 155          |                  |             |             |             |             |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳   | 北京   | 上海  |
|--|--|---|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518000<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |